

## INWESTOR NA KOZETCE

Zamiast starać się wypracować jak największy zysk, inwestorzy próbują maksymalizować pozytywne i ograniczać negatywne doznania związane z wynikami inwestycji



**► NIEKONSEKWENCJA:** Inwestorzy nie dzielą się na ryzykantów i asekurantów. W zależności od okoliczności raz są jednymi, raz drugimi. Inwestor, który w ciężkiej bessie stracił 50 proc. kapitału, będzie kurczowo trzymał się swoich pozycji, ryzykując z powodu chęci wyjścia na plus. Jeśli jednak czas wyleczy rany, jego perspektywa się zmieni i 20-procentowawyżka z niskich pułapów wzbudzi w nim chęć zabezpieczenia zysku. Efekt? Bez żalu sprzeda akcje z 40-procentową stratą. (FOT. BLOOMBERG, ARC)

**D**okumentując wpływ psychologii na rynki, finanse behawioralne, dziedziną **Richarda Thalera**, tegorocznego noblisty z ekonomii, nie ograniczają się do opisu błędów poznawczych inwestorów. Być może jeszcze większe znaczenie mają ich nie do końca racjonalne motywacje. Błędy poznawcze opisałyśmy w srode, dziś przyjrzymy się temu, dlaczego inwestorzy tracą pieniądze przez to, że często nie kierują się racjonalnym motywowaniem.

Ekonomiści behawioralni ustalili, że odstępstwa od racjonalnej motywacji zaczynają się już od prostego faktu, że zarobek w postaci danej kwoty może mieć dla inwestora zupełnie różną użyteczność, w zależności od sytuacji, w której się dokonuje. Dość bardziej cieszy pierwszy 1000 zł, o które podrożeją zakupione akcje, niż kolejne przyrosty o tę samą kwotę. Podobnie dzieje się ze stratami. Podwojenie straty wywołuje mniejszy dyskomfort niż ten przy stracie w pierwotnej wysokości. Ponadto straty bolą bardziej, niż zyski cieszą.

Skutkiem są nieoczekiwane skłonności inwestorów. Ci, którzy są na plusie, będą wykazywać awersję do ryzyka. Będą chętnie realizować zyski, bo ewentualny dodatkowy zysk ucieszyłby mniej niż już wypracowany (którym trzeba byłoby zaryzykować). Tymczasem „stratni” inwestorzy staną się ryzykantami. Będą woleli trzymać przecenione akcje, bo ewentualne kolejne straty zabolą ich mniej niż już poniesiona (którą alternatywnie trzeba byłoby zrealizować).

Efekt? Badania wykazały, że inwestorzy trzymają stratne akcje o jedną piątą dłużej niż akcje zyskujące. To niekorzystnie wpływa na ich wyniki, bo to te drugie przeciętnie zwyżkują mocniej przez kolejne 12 miesięcy po dacie sprzedaży. Tymczasem jeśli otrzymamy od kogoś (np. w spadku) portfel akcji, jesteśmy skłonni utrzymać jego strukturę w niezmiennym stanie, nawet jeśli sami zbudowalibyśmy portfel inaczej. Taka skłonność do zachowania status quo to również skutek awersji do strat – ewentualne zyski z przetasowania w portfelu cieszyłyby słabiej, niż boląłyby ewentualne straty.

Innym skutkiem awersji do strat jest nieracjonalnie wysoka premia za ryzyko związane z lokowaniem w akcje – ustalił w latach 90. Richard Thaler. Skoro większość ludzi przesadnie boi się tego, że ak-

cje przyniosą im straty, bardziej odważni (lub bardziej racjonalni) korzystają, uzyskując na nich długoterminowo stopy zwrotu średnio o 6 pkt. proc. wyższe niż w przypadku obligacji.

Ułomna u inwestorów jest nie tylko ocena własnej użyteczności z zysków i strat, ale także ocena prawdopodobieństwa zajścia określonych zdarzeń. Ludzie mają skłonność do niedoszacowywania średnich i wysokich prawdopodobieństw, a przeschacowywania prawdopodobieństw niskich. Chętnie kupują losy na loterii, sądząc, że główna wygrana jest wprawdzie mało prawdopodobna, jednak i tak wielokrotnie bardziej prawdopodobna, niż jest w rzeczywistości. Nieracjonalne zachowania nasila mentalna księgowość, zjawisko po raz pierwszy nazwane w ten sposób przez Richarda Thalera. Wyniki transakcji finansowych, zanim zostaną ocenione przy użyciu opisanych nie do końca racjonalnych kryteriów, są najpierw porządkowane w bardzo uznaniowy sposób. Za pomocą takich zabiegów inwestor zwykle stara się poprawić sobie samopoczucie, a ich skutkiem jest zmienne podejście do ryzyka (niechęć, jeśli dotychczasowy wynik przedstawiony jest w wyniku takich operacji jako zysk, oraz skłonność, gdy okaże się stratą). Przykładowo, jeśli na jednej inwestycji zanotował 1000 zł zysku, a na drugiej 10 000 zł straty, dla lepszego samopoczucia będzie je traktował rozdzielnie (w odniesieniu do pierwszego pakietu będzie ostrożny, w odniesieniu do drugiego będzie ryzykował). Gdy wysokiemu zyskowi będzie towarzyszyła niewielka strata, zsumuje wynik i stwierdzi, że na transakcjach zarobił 9000 zł (dzięki temu będzie ostrożny wobec ryzyka). Tymczasem preferencja do przetrzymywania w portfelach stratnych akcji to także skutek tego, że dopóki pozycja nie jest zamknięta, dopóty strata na niej jest „papierowa”.

Najgorsze jest jednak to, że zbudowany z pomocą mentalnej księgowości portfel nie jest spójną całością, mającą – jak radziliby teoretycy finansów – maksymalizować zysk przy założonej tolerancji ryzyka. Zamiast tego bywa przypadkowym zbiorowiskiem inwestycji, takich jak lokaty, nieruchomości, akcje, obligacje, a nawet kupony loteryjne. Zadaniem każdej z tych części jest realizowanie... pewnej emocjonalnej potrzeby twórcy portfela. ©

Marek Wierciszewski